

评级：买入（首次）

市场价格：14.74

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

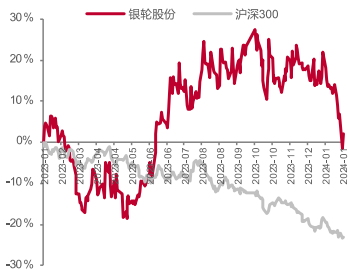
分析师：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

基本状况

总股本(百万股)	804
流通股本(百万股)	755
市价(元)	14.74
市值(百万元)	11,854
流通市值(百万元)	11,132

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,816	8,480	11,039	13,139	16,539
增长率 yoy%	24%	8%	30%	19%	26%
净利润(百万元)	220	383	614	845	1,164
增长率 yoy%	-31%	74%	60%	38%	38%
每股收益(元)	0.27	0.48	0.76	1.05	1.45
每股现金流量	0.47	0.69	0.79	1.56	1.67
净资产收益率	5%	7%	11%	13%	15%
P/E	53.8	30.9	19.3	14.0	10.2
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.7

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价摘取时间为2024年2月2日

报告摘要

- 公司概况：深耕四十余年，热交换器领域冠军企业：**1) 业务结构：主要包括热管理及后处理业务，涉及商用车、乘用车、工业用/民用等多个行业，其中热交换器贡献主要收入，乘用车营收占比提升明显；2) 股权结构：相对分散，实控人持股 7.13%；3) 发展历程：深耕热管理超 40 年，积极开展全球化布局；4) 财务状况：营业收入稳定增长，盈利拐点已现。
- 整体认知：战略布局前瞻（持续拓赛道、全球化布局），盈利拐点已现：**1) 战略布局前瞻：平台型发展、持续拓赛道（新能源热管理+工业用/民用业务），提前布局国际化战略、全球化布局效果渐显；2) 盈利拐点已现：费用率持续下降，商用车随行业复苏、乘用车随订单放量，股权激励目标确定；3) 持续重视研发投入：研发投入快速增长，占营业收入比率持续提升。
- 行业分析：新能源车热管理精细化、复杂化助力价值量提升，国产替代潜力巨大：**1) 空间：新能源车复杂化、精细化的趋势将大幅提升热管理系统单车价值量；2025 年国内新能源车热管理系统市场规模约 769.97 亿元，全球有望达到 1684.35 亿元；2) 格局：热管理行业龙头持续保持，国产替代潜力巨大；3) 趋势：热泵空调替代 PTC 趋势明显；集成化热管理系统成为整车未来趋势。
- 推荐逻辑：客户及行业拓展叠加产能扩张（量），国六 B 与热管理系统升级共促价值提升（价）：**1) 收入端-量维度：行业方面横向与纵向拓展并进、客户优质结构多元、全球化布局叠加产能扩张推动量的提升；2) 收入端-价维度：热管理系统升级与国六 B 法规出台（后处理技术要求复杂度提升）提高单车价值量。3) 成本端：原材料成本占比高（80%），其价格下降推动利润提升。
- 投资评级：**我们预计 23-25 年公司营收分别为 110.39/131.39/165.39 亿元，同比增速分别 +30.19%/+19.02%/+25.88%；实现归母净利润 6.14/8.45/11.64 亿元，同比增速分别 +60.31%/+37.62%/+37.75%，包括拓普集团和三花智控，2023-2025 年平均 PE 分别为 24.83/19.00/14.87x，公司对应 PE 分别为 19.30/14.02/10.18x，相对低估。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；汇率波动风险；项目进度不及预期；行业规模测算偏差风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险。

内容目录

一、公司概况：深耕四十余年，热交换器领域冠军企业	- 5 -
业务结构：热管理主业叠加后处理	- 5 -
业务结构：热交换器贡献主要收入、乘用车增长明显	- 5 -
股权结构：相对分散，徐氏父子合计持股 10.92%	- 6 -
发展历程：深耕热管理超 40 年，积极开展全球化布局	- 6 -
财务分析：营业收入稳定增长	- 7 -
财务分析：盈利能力拐点已现	- 7 -
二、整体认知：战略布局前瞻 (持续拓赛道、全球化布局) & 盈利拐点已现&持续重视研发投入	- 8 -
整体认知：战略布局前瞻—平台型发展，持续拓赛道	- 8 -
整体认知：战略布局前瞻—全球化布局效果渐显	- 10 -
整体认知：盈利拐点已现	- 11 -
整体认知：盈利拐点已现，费用率持续下降	- 11 -
整体认知：盈利拐点已现，商用车随行业复苏，乘用车随订单放量	- 12 -
整体认知：盈利拐点已现，股权激励目标确定	- 12 -
整体认知：持续重视研发投入	- 12 -
三、行业分析：新能源车热管理精细化、复杂化助力价值量提升，国产替代潜力巨大	- 13 -
新能源车热管理温控精细化，系统复杂化	- 13 -
燃油车和新能源车热管理系统差异分析	- 14 -
空间：新能源车单车价值量提升约 1.5 倍	- 14 -
重点关注：PTC 和热泵	- 15 -
空间：25 年国内约 769.97 亿元，全球有望达到 1684.35 亿元	- 15 -
格局：热管理行业龙头持续保持，国产替代潜力巨大	- 16 -
趋势：热泵空调替代 PTC 趋势明显	- 16 -
趋势：热管理系统集成化成为趋势	- 17 -
四、成长逻辑：客户及行业拓展叠加产能扩张(量)，国六 B 与热管理系统升级共促价值提升(价)	- 18 -
成长逻辑：客户及行业拓展叠加产能扩张(量)，国六 B 与热管理系统升级共促价值提升(价)	- 18 -
量维度：平台型企业，持续拓赛道下空间打开	- 18 -
量维度：客户优质、结构多元，持续拓展中	- 18 -
量维度：全球化布局叠加产能扩张	- 19 -
价维度：热管理系统升级与国六 B 法规共促单车价值提升	- 19 -
成本端：原材料成本占比高，价格下降推动利润提升	- 20 -
五、盈利预测、估值分析和股价复盘	- 20 -
核心假设	- 20 -
盈利预测：23-25 年归母净利润 6.14/8.45/11.64 亿元	- 21 -
估值分析：可比公司	- 22 -
股价复盘：长期跑赢汽车零部件指数	- 22 -
股价复盘：估值中枢基本稳定 20-30X	- 22 -
六、风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1:公司业务结构.....	- 5 -
图表 2:公司按产品分营收占比情况.....	- 5 -
图表 3:公司按行业分营收占比情况.....	- 5 -
图表 4:公司股权结构.....	- 6 -
图表 5:公司发展历程.....	- 6 -
图表 6:公司营业收入及同比增速.....	- 7 -
图表 7:公司归母净利润及其增长率.....	- 7 -
图表 8:公司毛利率及同业对比.....	- 7 -
图表 9:公司净利率及同业对比.....	- 7 -
图表 10:公司业务发展历程.....	- 8 -
图表 11:公司新能源热管理 1+4+N 产品体系.....	- 8 -
图表 12:公司第三曲线业务产品品类.....	- 9 -
图表 13:公司新能源业务销售收入情况.....	- 9 -
图表 14:公司工业用/民用业务销售收入.....	- 9 -
图表 15:公司业务发展历程.....	- 10 -
图表 16:公司全球布局情况.....	- 10 -
图表 17:公司海外业务收入情况.....	- 10 -
图表 18:公司毛利率和净利率.....	- 11 -
图表 19:公司三费情况.....	- 11 -
图表 20:中国商用车销量.....	- 12 -
图表 21:公司乘用车业务.....	- 12 -
图表 22:公司 2022 年股权激励计划考核目标.....	- 12 -
图表 23:公司研发投入情况.....	- 13 -
图表 24:公司研发成果示例.....	- 13 -
图表 25:热管理系统的演变.....	- 13 -
图表 26:燃油车热管理.....	- 14 -
图表 27:新能源车热管理.....	- 14 -
图表 28:热管理系统单车价值拆分（元）.....	- 14 -
图表 29:PTC 风暖（左）与水暖（右）加热器工作原理.....	- 15 -
图表 30:电动汽车热泵式空调系统原理.....	- 15 -
图表 31:新能源车热管理系统市场规模测算.....	- 16 -
图表 32:汽车热管理六大赛道情况.....	- 16 -
图表 33:中国热交换器行业市场份额（2021）.....	- 16 -

图表 34:全球汽车热交换器市场份额 (2020)	- 16 -
图表 35:零下 10°C 和 0°C 环境下的行驶里程差异	- 17 -
图表 36:获得相同热能各自所消耗的电能	- 17 -
图表 37:特斯拉 1-4 代热管理系统	- 17 -
图表 38:特斯拉热管理系统技术发展时序	- 17 -
图表 39:公司成长逻辑	- 18 -
图表 40:公司业务拓展情况	- 18 -
图表 41:公司主要客户	- 19 -
图表 42:2023 公司项目进程	- 19 -
图表 43:2023 年热管理系统单车价值量对比 (元)	- 20 -
图表 44:国六 B 排放物要求变化	- 20 -
图表 45:主营业务成本构成情况	- 20 -
图表 46:原材料及零配件采购构成情况 (2020)	- 20 -
图表 47:主要原材料价格走势	- 20 -
图表 48:业务拆分及盈利预测	- 21 -
图表 49:可比公司估值对比	- 22 -
图表 50:公司股价复盘 (绝对估值)	- 22 -
图表 51:银轮股份市盈率 (TTM) 走势	- 23 -

一、公司概况：深耕四十余年，热交换器领域冠军企业

业务结构：热管理主业叠加后处理

- **热管理**：包括商用车、传统乘用车、新能源乘用车、工业用/民用产品系列。汽车热管理方面主要涉及前端冷却、空调系统、发动机热管理等模块；工业用/民用方面主要涉及空冷或水冷的冷却模块。
- **后处理**：包括商用车、非道路与发动机后处理，涉及消声器、尿素箱总成、DPF、DCU、DOC+DPF 等模块。

图表 1:公司业务结构

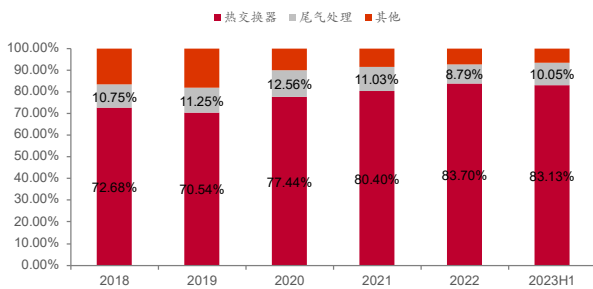


来源：公司公告，中泰证券研究所

业务结构：热交换器贡献主要收入、乘用车增长明显

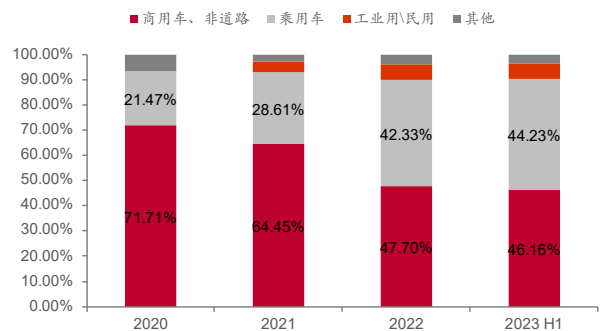
- **热交换器贡献主要收入**：公司 2018-2022 年热交换器营收占比均超过 70%，整体呈增长趋势，热交换器已成为公司利润主要贡献。尾气处理营收占比小，2023H1 比重为 10.05%。
- **乘用车营收占比提升明显**：商用车业务营收占比持续下降，从 2020 年的 71.71% 下降至 2023H1 的 46.16%；受益于对乘用车尤其是新能源的布局 and 投入，乘用车业务近年增长势头明显，营收占比从 2020 年的 21.47% 提升至 2023H1 的 44.23%。

图表 2:公司按产品分营收占比情况



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 3:公司按行业分营收占比情况

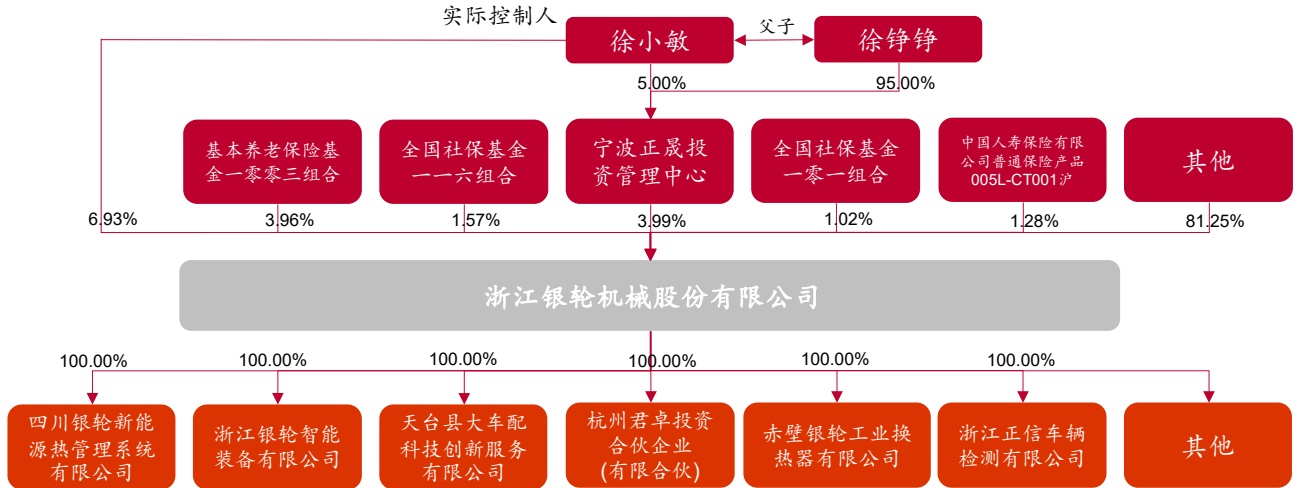


来源：iFinD，中泰证券研究所

股权结构：相对分散，徐氏父子合计持股 10.92%

- 股权分散：董事长徐小敏共持股 7.13%，为实际控制人，其子徐铮铮通过宁波正奇间接持股 3.79%，现任副董事长兼战略规划部部长。其余股东持股 81.25%，主要包括公司员工持股平台（6.48%）和多家投资基金。

图表 4: 公司股权结构



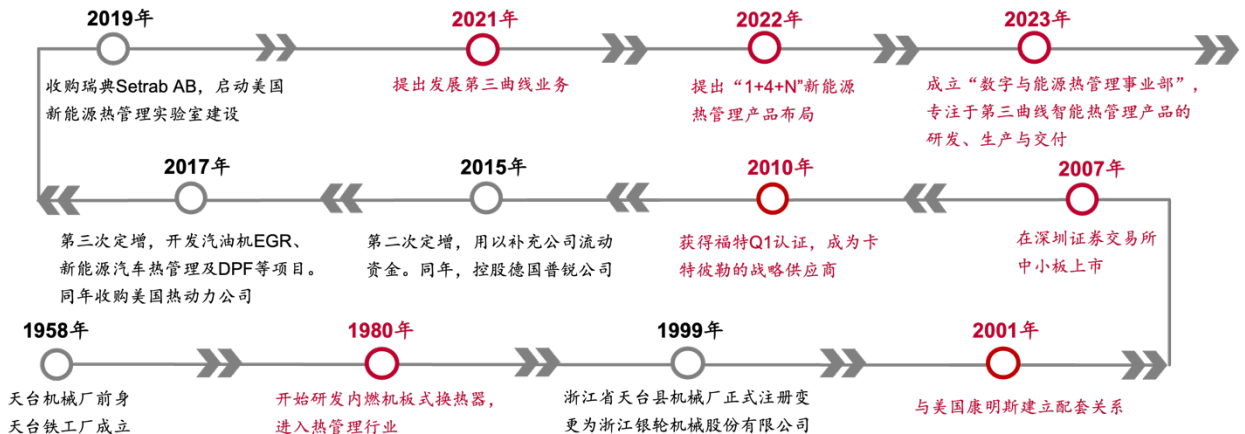
备注：截至 2023 年 10 月 25 日

来源：iFinD，公司公告，天眼查，中泰证券研究所

发展历程：深耕热管理超 40 年，积极开展全球化布局

- 深耕热管理超 40 年：公司 1980 年进入热管理行业，已有四十余年经验。随着新能源发展，2022 年提出“1+4+N”新能源热管理产品布局——“1”指新能源热管理系统，“4”指前端冷却模块+热管理集成模块+热泵空调系统+PCB 冷却模块，2023 年成立“数字与能源热管理事业部”。
- 积极开展全球化布局：自 2001 年起积极参与海外市场的拓展与并购，在欧美等地均有子公司或实验室建立。

图表 5: 公司发展历程

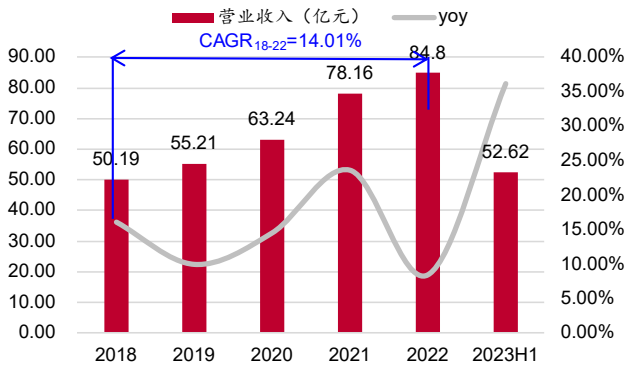


来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

财务分析：营业收入稳定增长

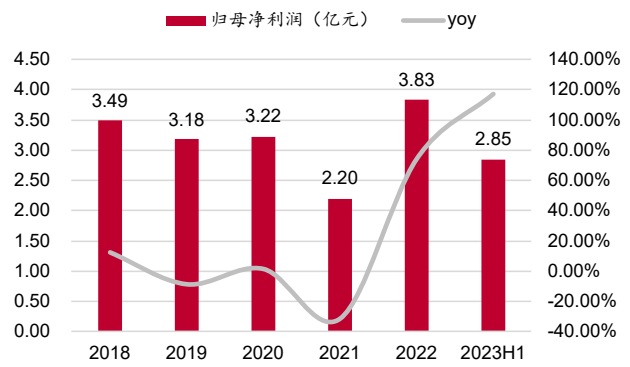
- 营业收入稳定增长，归母净利润大幅提升：2022 年实现收入 84.8 亿元，同比+8.50%， $CAGR_{18-22}=14.01%$ ；实现归母净利润 3.83 亿元，同比+73.92%，为近年最高；受公司业务布局调整，商用车需求复苏、管理效率提升等多重因素影响，2023H1 实现营业收入 52.62 亿元，同比+36.09%；实现归母净利润 2.85 亿元，同比+117.10%。

图表 6: 公司营业收入及同比增速



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 7: 公司归母净利润及其增长率

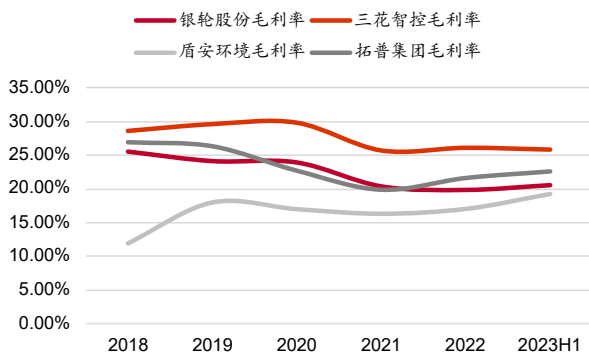


来源：iFinD，中泰证券研究所

财务分析：盈利能力拐点已现

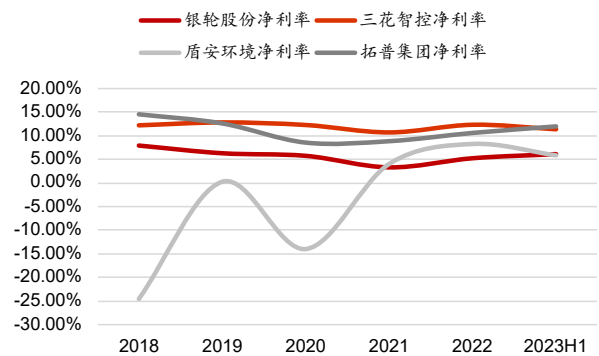
- 盈利能力持续提升：受疫情等影响，前两年毛利率波动较大，2022 年基本已处在历史低点（19.84%），2023H1 毛利率达到 20.55%，已明显企稳；净利率 2021 年达到阶段最低点（3.38%），2022 年以来持续改善，2023H1 净利率达到 6.15%，利润拐点已现。

图表 8: 公司毛利率及同业对比



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 9: 公司净利率及同业对比



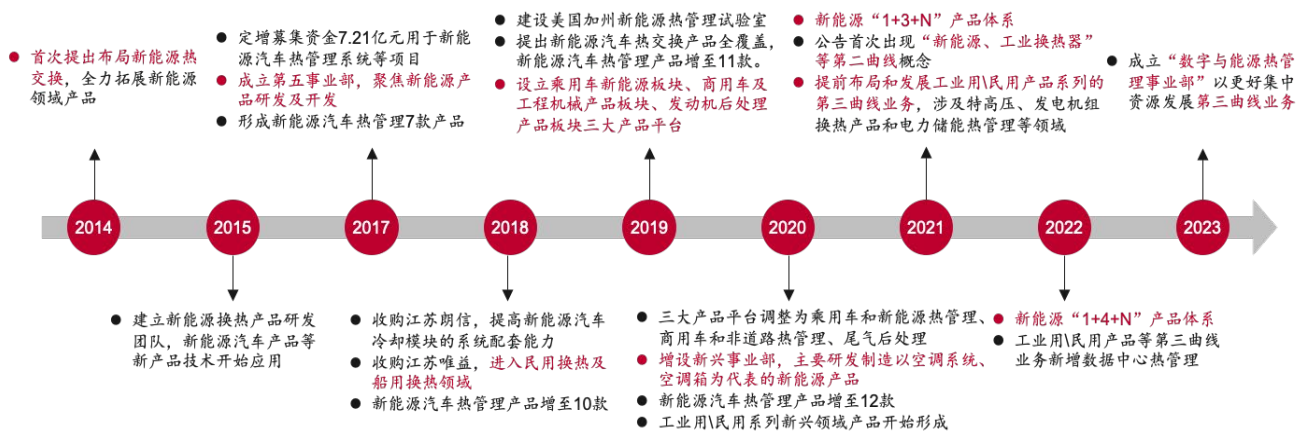
来源：iFinD，中泰证券研究所

二、整体认知：战略布局前瞻 (持续拓赛道、全球化布局) & 盈利拐点已现&持续重视研发投入

整体认知：战略布局前瞻—平台型发展，持续拓赛道

- 平台型发展，持续拓赛道：公司在 2014 年提出布局新能源热交换领域，随后成立第五事业部、设立三大产品平台、不断拓展新产品，该领域作为“第二成长曲线”业务进展迅速，并在 2022 年形成“1+4+N”产品体系。在 2020 年建立工业用/民用系列新兴领域业务，在 2021 年提出将其作为“第三成长曲线”提前布局和发展，并在 2023 年成立“数字与能源热管理事业部”以集中资源发展第三曲线业务。

图表 10: 公司业务发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 新能源热管理“1+4+N”产品体系已经形成：公司聚焦新能源热管理产品研发及开发，已形成“1+4+N”产品体系，产品品类持续拓展升级，并实现从零部件到模块再到系统的全覆盖，想象空间持续打开。

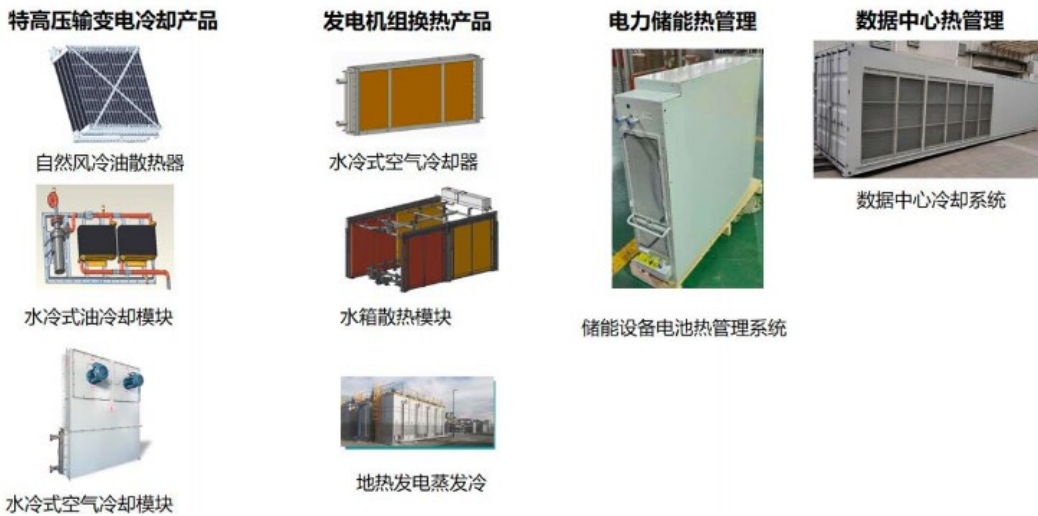
图表 11: 公司新能源热管理 1+4+N 产品体系

1个系统	4个模块	N个零件	
新能源热管理系统	前端冷却模块 + 热管理集成模块 + 热泵空调系统 + PCB冷却模块	电子水泵Elec. Pump	电子水泵是一个集成无刷电机的离心式水泵。
		电子水阀Elec. Water Valve	电子水阀调节流向各个位置的流量或改变介质的循环回路。
		鼓风机/Air Blower	鼓风机是一个集成式、用于汽车空气循环的离心式风机。
		家用小直流充电桩Charging point	家用小直流充电桩全身采用铝合金高压铸造工艺成型，极大地增加散热能力。
		PTC加热器/PTC Heater	PTC加热器是为新能源汽车提供额外热源的装置。
		控制器/ECU	控制器监控输入的各种数据和汽车运行的各种状态，按照程序计算各种传感器送来的信息，处理以后把各个参数发给各执行机构执行预定控制功能。
		电子风扇E-Fan	电子风扇给低温散热器和室外换热器提供冷却风量。
		水水换热器/W/W Heat Exchanger	水水换热器实现防冻液与防冻液之间的热量交换，将来之空调系统或PTC的热量用于电池的加热。
		电池冷却器/Chiller	电池冷却器是电池热管理系统关键部件，有效控制电池温度，满足常规运行及快充等各种模式下电池冷却需求，亦可作为热泵系统余热回收装置。
		电机冷却器/Oil Cooler	电机冷却器通过润滑油和冷却液之间热量相互传递，保证润滑油处在合理的温度范围，减少温度过低时的油耗和延缓温度过高时导致的润滑油老化。
		水冷冷凝器/Water-Cooled Condenser	水冷冷凝器是热泵空调系统回路中的一个组件。冬天对乘客舱的加热功能，夏天对乘客舱的降温。
		蒸发器/Evaporator	蒸发器利用低温低压的液态制冷剂蒸发时吸收大量热量的原理，把周围空气热量带走，对乘客舱降温。
		IGBT冷却器/IGBT Cooler	IGBT冷却器通过功率半导体冷却，降低IGBT模块工作温度，提升汽车输出功率。
		室外换热器/OHX	室外换热器冬天充当蒸发器，提高乘客舱内温度的功能；夏天充当冷凝器，实现对乘客舱降温的功能。
		芯片冷却器/MCU	芯片冷却器让中央处理器运行速度灵敏，中央触摸屏显示屏幕流畅，倒车影像、风挡功能的设置、驾驶档位显示和指示灯等正常显示。
		室内冷凝器/Inner HX	室内冷凝器是热泵空调系统回路中的一个组件。将周围的空气加热，提高乘客舱温度。
暖水箱/Heater Core	在冬天经PTC加热的防冻液进入暖风芯体后可将其周围的冷空气加热，提高乘客舱内温度。		
电池冷却板/Battery Cooling Plate	通过冷却板对电池进行热管理，从而提升电池和功率电子器件等寿命和工作效率。		
低温散热器/LT Radiator	新能源汽车有很多的换热元件的散热量通过水循环传递到低温散热器来冷却，实现最佳热管理。		
空调管路/Refrigerant Line	空调管路将热管理系统各大部件联接，作为制冷剂流动的通道；还可集成同轴管及各类控制阀，具有换热和控制的功能。		

来源：公司宣传展示，中泰证券研究所

- 第三曲线不断拓展：2023 年公司成立“数字与能源热管理事业部”，集中资源开拓发展第三曲线业务。
 - 1) 民用换热：水氟板式换热器、采暖热泵产品水路侧换热器等业务呈现快速增长势头。
 - 2) 数据中心热管理：研发了“集装箱式数据中心液冷系统”，有效解决数据中心散热难题。
 - 3) 储能：电池冷却板、电子风扇、电子水阀等已形成量产，储能热管理系统与头部客户进行联合开发。
 此外，2023 年在充电桩、特高压输变电、船舶及轨道交通、SOFC、制氢储氢、无线车充等领域有新突破。

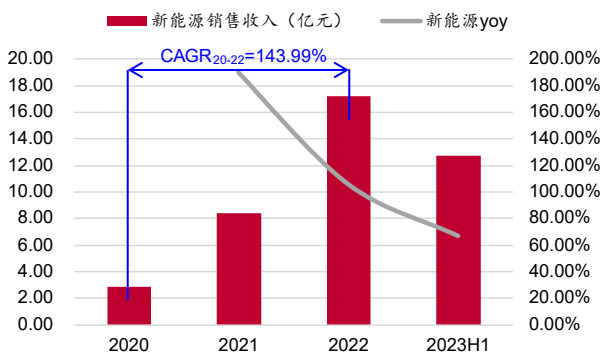
图表 12: 公司第三曲线业务产品品类



来源：公司公告，中泰证券研究所

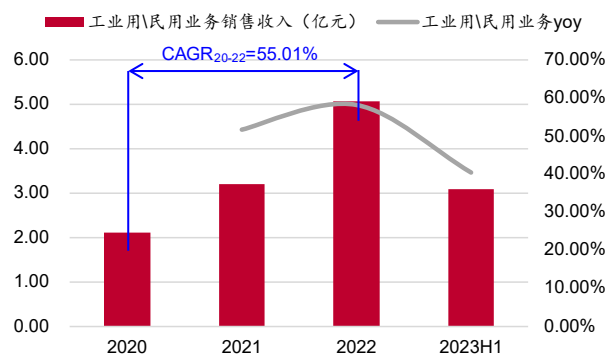
- 新能源业务和工业用/民用业务收入增长迅速：前瞻布局下，新能源业务和工业用/民用业务快速发展，其中新能源业务收入 CAGR₂₀₋₂₂=143.99%，工业用/民用业务收入 CAGR₂₀₋₂₂=55.01%，增长迅速。2023H1 新能源业务实现销售收入 12.76 亿元，同比+66.66%，工业用/民用业务实现销售收入 3.09 亿元，同比+40.52%。

图表 13: 公司新能源业务销售收入情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 公司工业用/民用业务销售收入

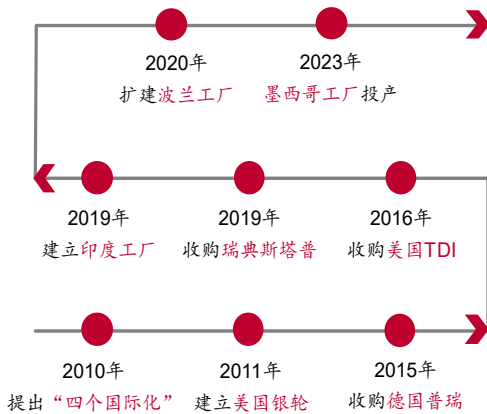


来源：iFinD，公司公告，中泰证券研究所

整体认知：战略布局前瞻—全球化布局效果渐显

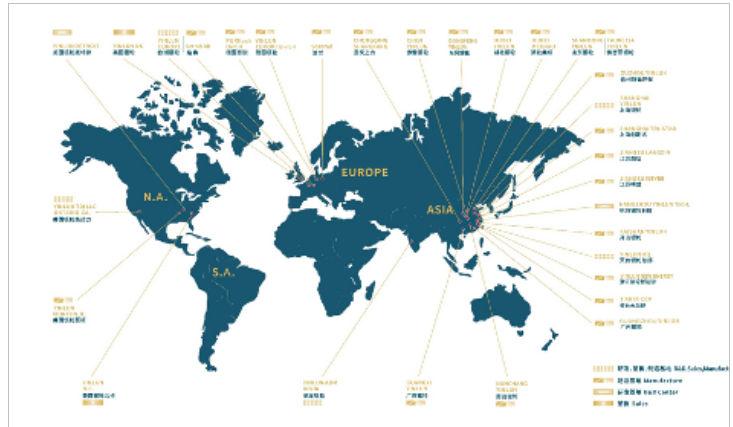
- 前瞻布局国际化战略，持续推进国际化进程：2010年确立“产品国际化、人才国际化、工厂国际化、管理国际化”发展战略，逐步形成亚洲、欧洲、美洲三大总部，在美国、墨西哥、瑞典、波兰等建有研发分中心和生产基地，客户遍布北美、欧洲、中东等全球40多个国家及地区。
- 全球化布局持续发力，海外收入增长迅速：2018-2022年海外收入整体呈现增长态势， $CAGR_{18-22}=13.71\%$ ；2023H1实现海外收入12.83亿元，同比+51.91%，增速创历史新高。

图表 15: 公司业务发展历程



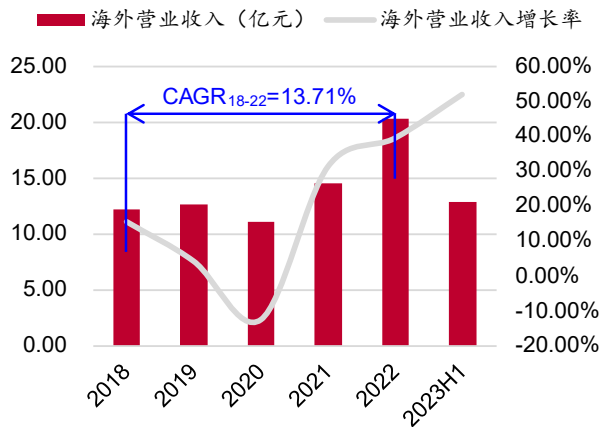
来源：公司宣传展示，中泰证券研究所

图表 16: 公司全球布局情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 17: 公司海外业务收入情况

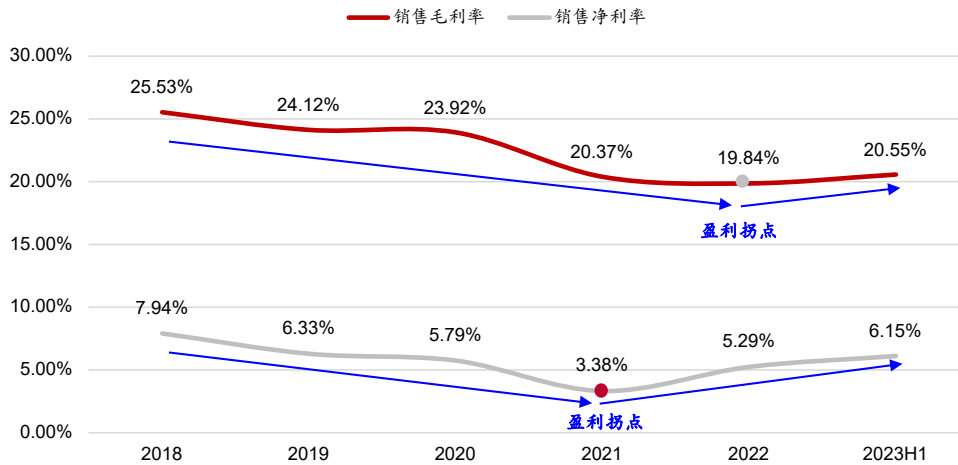


来源：iFinD，中泰证券研究所

整体认知：盈利拐点已现

- 盈利拐点已现：公司毛利率 2022 年基本已处在历史低点（19.84%），2023H1 毛利率达到 20.55%；净利率 2021 年达到阶段最低点（3.38%），2022 年以来持续改善，2023H1 净利率达到 6.15%，盈利拐点已现。

图表 18:公司毛利率和净利率

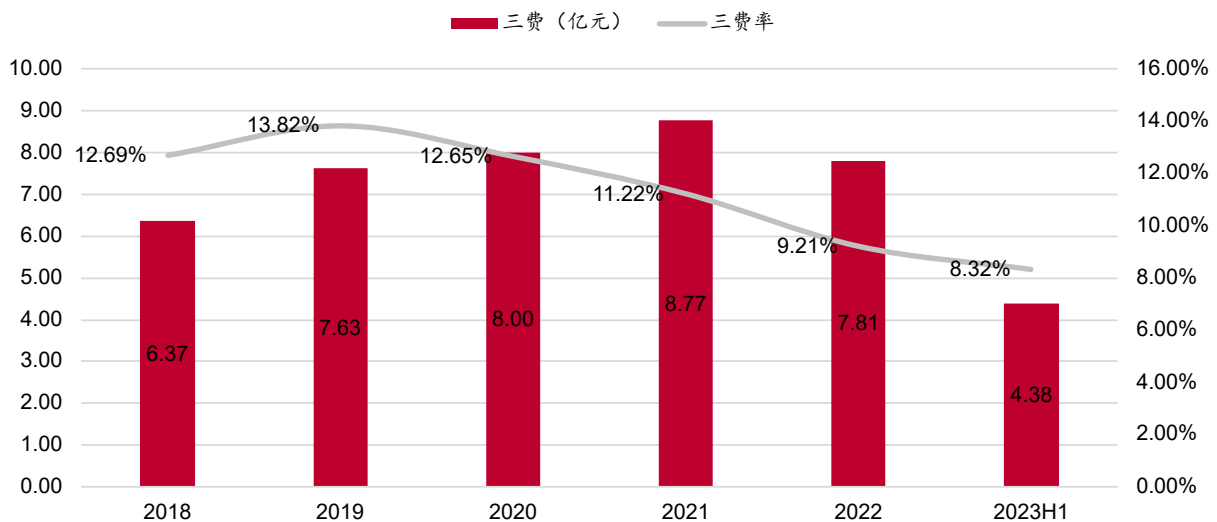


来源：iFinD，中泰证券研究所

整体认知：盈利拐点已现，费用率持续下降

- 管理变革持续推进，降本增效效果显著：深入推进管理模式及考核模式变革，研、产、销管理模式进一步创新优化，“承包经营+利润提成”考核机制进一步推进。2019-2022 年三费率持续下降，2023H1 销售/管理/财务费用率分别为 2.09%/5.40%/0.84%，三费率创历史新低，降本增效效果显著。

图表 19:公司三费情况

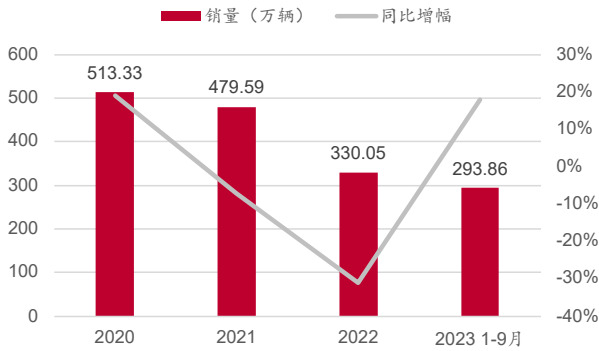


来源：iFinD，中泰证券研究所

整体认知：盈利拐点已现，商用车随行业复苏，乘用车随订单放量

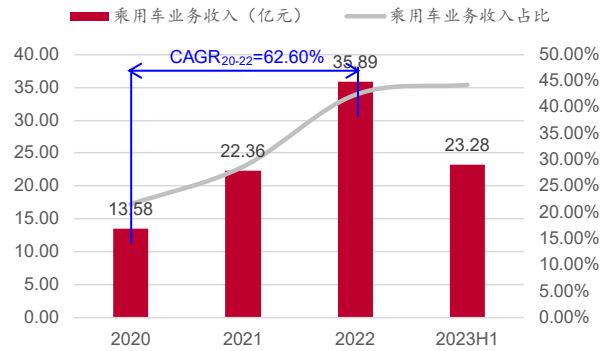
- 商用车业务随行业复苏：2023年1-9月我国商用车市场累计销售293.86万辆，同比+18%，预期在2023/2024年迎来复苏，带动公司商用车业务增长。
- 乘用车业务随订单放量：乘用车业务新项目、新客户订单不断增加，收入持续提升，CAGR₂₀₋₂₂=62.60%。

图表 20: 中国商用车销量



来源：第一商用车网，中泰证券研究所

图表 21: 公司乘用车业务



来源：iFinD，中泰证券研究所

整体认知：盈利拐点已现，股权激励目标确定

- 股权激励凝聚内生动力，预期打开盈利修复空间：2022年实施股票期权激励计划，主要激励对象为公司董事、高级管理人员和技术、业务等核心骨干员工，共377人，授予4010万份，与预留部分合计占当时总股本6.48%，归母净利润指标权重为55%，营业收入指标权重为45%，在该计划激励下，净利率有望持续提升。

图表 22: 公司2022年股权激励计划考核目标

行权期	归母净利润	营业收入	预期净利率
各绩效指标权重	占比55%	占比45%	
业绩目标达成率(P)	$\sum(\text{绩效指标实际达成值}/\text{绩效指标目标值}) \times \text{绩效指标权重}$		
第一个行权期	2022年不低于4.0亿元	2022年不低于90亿元	4.44%
第二个行权期	2023年不低于5.4亿元	2023年不低于108亿元	5.00%
第三个行权期	2024年不低于7.8亿元	2024年不低于130亿元	6.00%
第四个行权期	2025年不低于10.5亿元	2025年不低于150亿元	7.00%

预期净利率持续提升

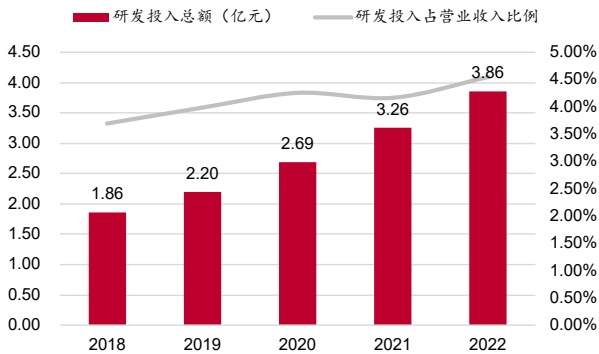
来源：公司公告，中泰证券研究所

整体认知：持续重视研发投入

- 持续重视研发投入：公司实施技术引领战略，2018-2022年研发投入占比持续提升。其中，2022年研发投入3.86亿元，占比达4.55%，新增专利申请共计152项，已掌握风扇研发技术、基础单元研究和仿真分析工具

开发等多项技术。

图表 23: 公司研发投入情况



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 24: 公司研发成果示例

技术	说明
风扇研发技术	支持前端模块冷却风扇开发、模块集成工作, 提供节能、低噪乘车环境。
基础单元研究	基于流动传热理论和高精度仿真能力, 支撑基础换热单元快速更新迭代。
仿真分析工具开发	基于仿真计算规范和脚本文件, 建立统一的结构化仿真分析流程。
AI性能软件	基于AI的性能软件开发进行模型构建, 并将用于压降和换热量预测。
两相分析技术	用于水路系统排气分析、沸腾分析、尿素加注分析、chiller两相换热等。
疲劳分析技术	结合有限元分析及应变测试, 快速评估产品疲劳寿命。
可靠性预测能力	内容不仅覆盖震动、压力脉冲等机械疲劳, 也包含热循环等热疲劳。
系统分析能力	建立了包括模块总成、发动机舱、整车等多级别的系统级分析能力。
NVH分析能力	一/三维的NVH分析能力, 提供系统的声学解决方案。

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

三、行业分析: 新能源车热管理精细化、复杂化助力价值量提升, 国产替代潜力巨大

新能源车热管理温控精细化, 系统复杂化

- 新能源车热管理温控精细化, 系统复杂化: 在实现制冷、制热的同时也要兼顾系统能耗, 复杂度提升。
 - 1) 动力电池散热回路, 增加了 chiller (电池冷却器)、动力电池冷却水板、阀件; 座舱制暖增加 PTC 或热泵。
 - 2) 空调压缩机、水泵电动化, 单件成本提高。
 - 3) 高温天气下需同时为座舱和电池制冷, 需要更高功率的电动空调压缩机。
 - 4) 电机电控的散热要求更高。温度过高时, 电机容易产生热磁退, 电子元器件会出现性能下降或损坏。

图表 25: 热管理系统的演变

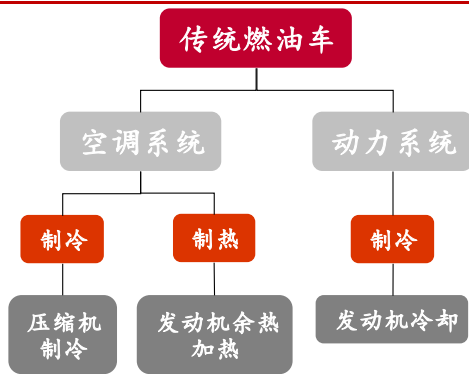


来源: 特普生, 公司官网, 中泰证券研究所

燃油车和新能源车热管理系统差异分析

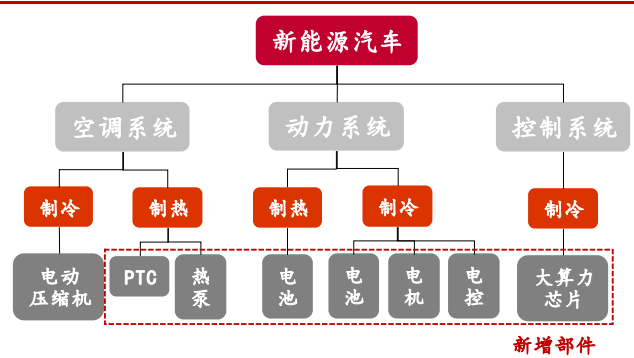
- 燃油车和新能源车热管理系统主要区别：
 - 1) 制热：燃油车可直接利用燃油发动机产生的余热，新能源车需要使用 PTC 或热泵（硬件上的最大区别）；
 - 2) 制冷：燃油车主要目标是降温以避免关键零部件过热，新能源车则主要为保护三电系统。
- 新能源车热管理系统要求更高：电池、电机及大量电子元器件需要主动对核心零部件温度进行调控。
 - 1) 热管理效率决定续航里程（添加 PTC 或热泵制热）；
 - 2) 热管理稳定性决定了整车的寿命及安全性（锂电池工作温度的要求）；
 - 3) 热管理的效率和零部件集成度直接影响汽车电池体积利用率。

图表 26:燃油车热管理



来源：智研咨询，中泰证券研究所

图表 27:新能源车热管理



来源：智研咨询，中泰证券研究所

空间：新能源车单车价值量提升约 1.5 倍

- 系统复杂化显著提升单车价值量：热管理系统单车价值量由原来 2500 元提升到 6200-7200 元，其中新能源车空调系统（热泵）/电池冷却系统/电机电控系统热管理单车价值量分别为 4000/2000/1200 元。

图表 28:热管理系统单车价值拆分（元）

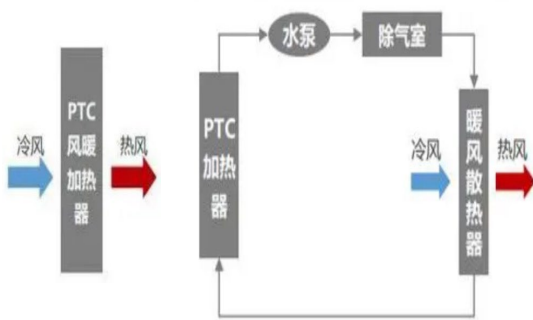
		价值量（元）	方式	核心零部件
燃油车热管理	空调系统	制冷系统	冷媒/压缩机	压缩机、冷凝器、蒸发器、空调装置、管路等
		制热系统	发动机余热	暖风芯、管路
	发动机总成系统	发动机冷却	风冷+水冷	冷却管、水箱、水泵、散热器、节温器、冷却风扇
		变速箱冷却	油冷	机油冷却器
新能源车热管理	空调系统	制冷系统	冷媒/电动压缩机	电动压缩机、蒸发器等
		制热系统	PTC加热器/热泵空调	PTC加热器:压缩机、电子膨胀阀、热交换器、PTC加热器等 热泵空调:电动压缩机、空调管路、传感器、换热器和阀类等
	电池冷却系统	冷却	液冷/液冷/相变材料冷却/直冷	液冷:电池冷却(Chiller)、液冷板、电子膨胀阀等
		加热	PTC加热/电机余热	PTC加热器
电机电控系统		1200	液冷/风冷	液冷系统:冷却风扇、膨胀水箱、冷却液泵、电机油冷器
合计		6200（采用PTC）-7200（采用热泵）		

来源：观研天下数据中心整理，中泰证券研究所

重点关注：PTC 和热泵

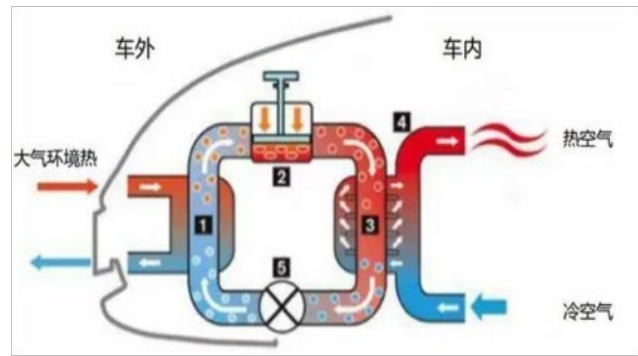
- PTC：原理是制造热，利用电阻通电产热，通电加热到达设定的“居里”点温度后，PTC 的电阻会急剧升大，从而达到恒温加热效果。
 - 1) 优点：低温下产热效果好、结构简单，价格低，市场主流；
 - 2) 缺点：耗电量大。
- 热泵：原理是搬运热，通过制冷剂从外界环境吸收热量，用于乘员舱加热或电池保温。
 - 1) 优点：耗电量小，可有效提高新能源车冬季续航；
 - 2) 缺点：低温下产热效果差（使用二氧化碳冷媒可有效改善），价格高，常用于高端车型。

图表 29: PTC 风暖（左）与水暖（右）加热器工作原理



来源：上海控安，中泰证券研究所

图表 30: 电动汽车热泵式空调系统原理



来源：上海控安，中泰证券研究所

空间：25 年国内约 769.97 亿元，全球有望达到 1684.35 亿元

- 关键假设：
 - 1) 考虑到过往国内、全球汽车行业整体发展平稳，预计未来两年国内/全球汽车销量增速分别为 3%/2%；
 - 2) 在中国政策和市场双重作用下，新能源车保持产销两旺势头，预计国内新能源车渗透率逐步提升，于 24/25 年分别达到 34%/36%；全球车企对新能源车市场重视程度不断提升，国际汽车市场新能源车渗透率加速提升，预计于 24/25 年达到 27%/29%；24/25 年 24/25 国内外新能源车销量通过预测的渗透率求出；
 - 3) 22 年热泵空调渗透率为 23.5%，考虑到热泵空调是未来整车空调系统的发展趋势，假设 2023-2025 年的渗透率为 30%/38%/50%；
 - 4) 当前热管理系统单车价格相对平稳，假设热泵/PTC/传统燃油车热管理系统单车价值量价格不变，根据图表 43 处测算分别为 7200/6200/2500 元；
- 国内和全球新能源车热管理系统市场规模测算结果：
 - 1) 2023-2025 年国内新能源车热管理系统市场规模为 608.40/693.37/769.97 亿元，CAGR₂₃₋₂₅ 约 12.50%；
 - 2) 2023-2025 年全球新能源车热管理系统市场规模为 1320.57/1509.90/1684.35 亿元，CAGR₂₃₋₂₅ 约 12.94%。

图表 31:新能源车热管理系统市场规模测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
国内汽车销量(万辆)	2627	2686	3009	3099	3192
全球汽车销量(万辆)	8041	7947	8332	8499	8669
国内新能源车渗透率(%)	13.40%	25.64%	31.11%	34.00%	36.00%
全球新能源车渗透率(%)	14.17%	20.31%	24.38%	27.00%	29.00%
国内新能源车销量(万辆)	352.1	688.7	936	1053.8	1149.2
全球新能源车销量(万辆)	1139.4	1613.9	2031.6	2294.7	2514.0
采用热泵的热管理系统单车价值量(元)	7200	7200	7200	7200	7200
热泵空调渗透率(%)	18.00%	23.50%	30.00%	38.00%	50.00%
国内采用热泵的热管理系统市场规模(亿元)	45.63	116.53	202.18	288.31	413.72
全球采用热泵的热管理系统市场规模(亿元)	147.66	273.08	438.83	627.83	905.02
采用PTC的热管理系统单车价值量(元)	6200	6200	6200	6200	6200
国内采用PTC的热管理系统市场规模(亿元)	179.01	326.65	406.22	405.06	356.25
全球采用PTC的热管理系统市场规模(亿元)	579.27	765.49	881.73	882.08	779.33
国内新能源车热管理系统市场规模(亿元)	224.64	443.18	608.40	693.37	769.97
全球新能源车热管理系统市场规模(亿元)	726.93	1038.57	1320.57	1509.90	1684.35
传统燃油车热管理系统单车价值量(元)	2500	2500	2500	2500	2500
国内传统燃油车热管理系统市场规模(亿元)	568.73	499.33	518.25	511.38	510.76
全球传统燃油车热管理系统市场规模(亿元)	1725.31	1583.38	1575.14	1551.04	1538.71
国内汽车热管理系统市场规模(亿元)	793.36	942.50	1126.65	1204.75	1280.73
全球汽车热管理系统市场规模(亿元)	2452.24	2621.96	2895.70	3060.94	3223.06

来源: 中国汽车工业协会, 观研天下数据中心, MarkLines, 中泰证券研究所

格局: 热管理行业龙头持续保持, 国产替代潜力巨大

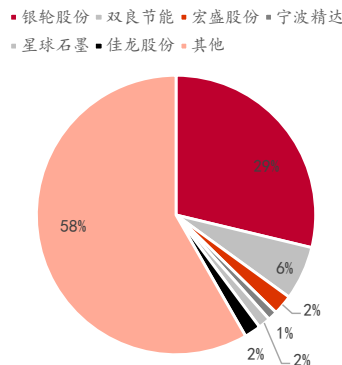
- 热交换器多年保持行业龙头: 在汽车热管理细分赛道中热交换器的单车价值量较高, 公司热交换器产销量已于 21 年达到国内领先水平, 市场份额达 29%。
- 热交换器国产替代潜力巨大: 截至 2020 年, 行业的全球市场份额集中, CR4=64%, 前四均为外资品牌, 预计未来国内整车厂商将逐步减少进口依赖, 实现国产替代。

图表 32: 汽车热管理六大赛道情况

细分赛道	单车价值量(元)	
	传统燃油车	新能源汽车
阀类	50	500
泵类	100	900
压缩机	500	1800
热交换器	1200	2000-3000
管路系统	300	300
冷媒冷却液集成模块	/	1100

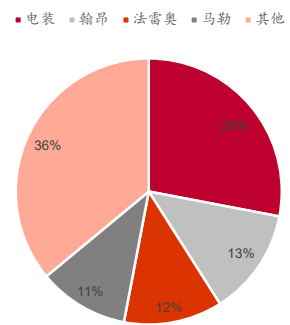
来源: 储能热管理研究院, 中泰证券研究所

图表 33: 中国热交换器行业市场份额(2021)



来源: 前瞻产业研究院, iFmD, 中泰证券研究所

图表 34: 全球汽车热交换器市场份额(2020)



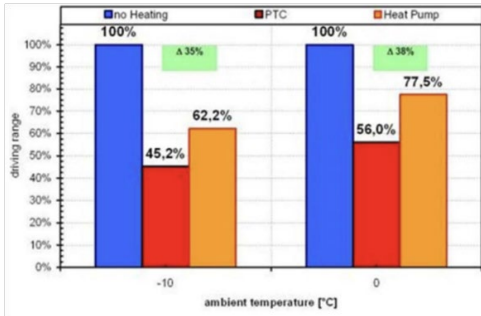
来源: 华经产业研究院, 中泰证券研究所

趋势: 热泵空调替代 PTC 趋势明显

- 能效比更高: 热泵空调可以将外界的低温热能转化为车内的高温热能, 实现能源的高效利用。热泵系统凭借良好的能耗优势, 与传统 PTC 相比提高 3 倍热效率, 并可将整体续航里程提升 10%-15%。

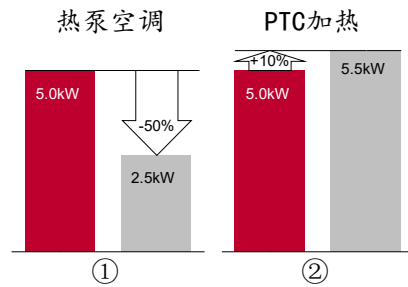
- 环保节能:热泵空调在工作过程中不需要燃烧燃料, 不产生废气和温室气体, 碳排放较低。相比之下, PTC 空调需要消耗电能或者燃料进行加热, 产生二氧化碳排放。
- 技术发展前景广阔: PTC 电加热技术的上限受到加热器功率和导热损耗的限制, 其制热效率已经达到了极限, 难以提高。相比之下, 热泵系统的制热效率取决于电动压缩机功率和冷媒导热功率, 更具潜力。

图表 35:零下10°C和0°C环境下的行驶里程差异



来源: SAE International, 中泰证券研究所

图表 36:获得相同热能各自所消耗的电能

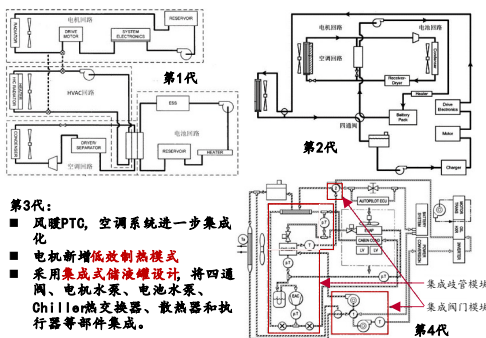


来源: 中国热管理网, 中泰证券研究所

趋势: 热管理系统集成化成为趋势

- 热管理系统的高度集成可使管路的数量大幅降低, 有利于热管理系统的智能化控制与轻量化发展。
- 整车热管理系统集成化趋势 (以特斯拉为例):
 - 1) 第二代首次引入四通阀;
 - 2) 第三代采用风暖 PTC、电机新增低效制热模式、集成化储液罐设计, 结构设计凸显集成化;
 - 3) 第四代首次引入热泵空调系统, 并与电池回路和电机回路进行耦合以便回收三电余热降低能耗, 提升热泵性能。同时采用集成歧管模块和集成阀门模块 (四通阀), 通过水路侧的四通阀和冷媒侧的电磁阀来实现冷媒和冷却液在不同的回路中换热, 实现整车热管理的各项功能, 热管理系统进一步集成化。

图表 37:特斯拉1-4代热管理系统



来源: 中国第一汽车新能源开发院, 中泰证券研究所

图表 38:特斯拉热管理系统技术发展时序

年份	第1代	第2代	第3代	第4代
2008	Roadster			
2012		Model S		
2015			Model X	
2017				Model 3
2020				Model Y

来源: 中国第一汽车新能源开发院, 中泰证券研究所

四、成长逻辑：客户及行业拓展叠加产能扩张(量)，国六 B 与热管理系统升级共促价值提升(价)

成长逻辑：客户及行业拓展叠加产能扩张(量)，国六 B 与热管理系统升级共促价值提升(价)

图表 39:公司成长逻辑

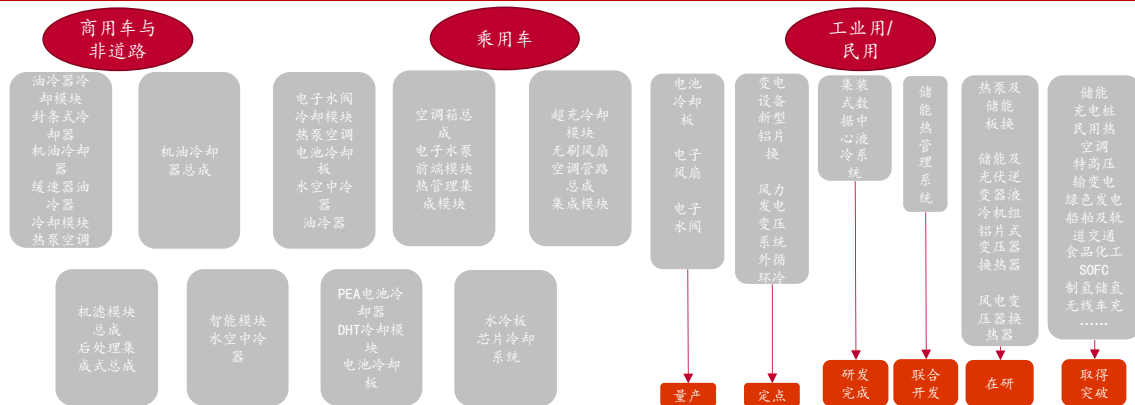


来源：中泰证券研究所

量维度：平台型企业，持续拓赛道下空间打开

- 横向拓展：从商用车与非道路领域拓展至乘用车领域，2023年数字与能源热管理事业部成立，拓展至工业用/民用领域、向多个发展潜力巨大的第三曲线细分领域布局。
- 纵向拓展：各领域定点项目与通过自主研发、客户合作等方式向深度化、集成化方向拓展。

图表 40:公司业务拓展情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

量维度：客户优质、结构多元，持续拓展中

- 客户遍及全球，优质且多元：
 - 1) 国际：宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利等全球发动机及整车厂商；

- 2) 国内：吉利、广汽、长城、长安等主要自主品牌。
- 客户拓展持续推进：2023 年客户广度&深度拓展取得新进展。
 - 1) 商用车与非道路热管理：卡特彼勒、康明斯、中国重汽等；
 - 2) 新能源乘用车热管理：比亚迪、宁德时代、沃尔沃、理想等；
 - 3) 工业及民用：ABB、康明斯、卡特、格力、海尔、海信、三星等。

图表 41:公司主要客户

领域	主要客户
新能源汽车	沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、零跑、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、宇通、长安等
燃料电池	亿华通、上汽大通等
乘用车	福特、通用、宝马、雷诺、曼胡默尔、捷豹路虎、广汽三菱、丰田、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪等
超级跑车	法拉利、奥迪、奔驰、兰博基尼、宾利、宝马、迈凯伦、福特等
商用车	戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等
工程机械	卡特彼勒、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等
工业/民用	ABB、康明斯、卡特、MTU、格力、美的、海尔、海信、三星、LG、天舒等

来源：公司公告，中泰证券研究所

量维度：全球化布局叠加产能扩张

- 差全球化布局叠加产能扩张：公司全球化布局成果突出且不断推进。
 - 1) 国内：在浙江、上海、山东、湖北、江苏、广东、广西、江西、四川等地建有子公司和生产基地；
 - 2) 国外：公司在美国、墨西哥、瑞典、波兰等地均建有研发分中心和生产基地。

2023 年国内外工厂产能取得新进展，产能持续扩张。

图表 42:2023 公司项目进程

项目名称	投产时间	业务范围	产能	进展
四川宜宾工厂	2023年2月	电池水冷板产品	形成电池水冷板产量79万件, 预计销售收入2.3亿元; 2024年形成水冷板产量121万件, 预计销售收入为3亿元。	已投产
墨西哥工厂	2023年Q2	供北美客户的新能源汽车空调箱、冷却模块、液冷板等热管理产品	2025年预计销售收入4.22亿元	已投产, 开始产能爬坡
波兰工厂	预计2023年Q3	客户配套产品与热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等	/	加快产线建设
西安工厂	预计2023年10月	新能源汽车空调箱、冷却模块等热管理产品	2024年预计销售收入2.8亿元	积极筹建

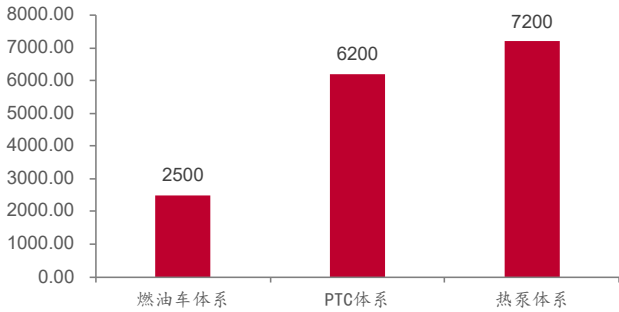
来源：公司公告，中泰证券研究所

价维度：热管理系统升级与国六 B 法规共促单车价值提升

- 热管理系统升级提升单车价值：热管理系统从燃油车体系到 PTC 体系再到热泵体系，升级趋势明显。相较于燃油车体系，PTC 体系与热泵体系将热管理系统单车价值分别提升至 6200 与 7200 元。
- 国六 B 法规利好尾气处理：2023 年 7 月 1 日正式实施国六 B 排放法规，相

比国六 A 各项排放物的要求更加严格，并新增 RDE(实际行驶排放测试) 要求，提高后处理技术要求与复杂度，推动单车价值量提升。

图表 43:2023 年热管理系统单车价值量对比 (元)



来源：观研天下数据中心，中泰证券研究所

图表 44:国六 B 排放物要求变化

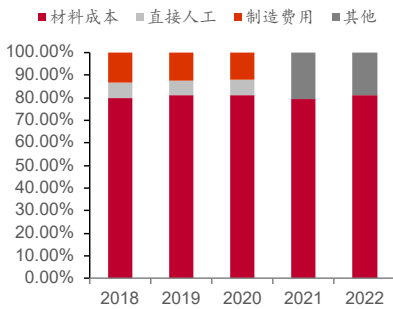
排放物	国六 A	国六 B
碳氢化合物	100 (mg/km)	50 (mg/km)
一氧化碳	700 (mg/km)	500 (mg/km)
氮氧化物	60 (mg/km)	35 (mg/km)
非甲烷烃	68 (mg/km)	35 (mg/km)
PM细颗粒物	4.5 (mg/km)	3 (mg/km)
PN细颗粒物	6*10 ¹¹ 颗/km	6*10 ¹¹ 颗/km
RDE(实际行驶排放测试)	无	有

来源：《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，中泰证券研究所

成本端：原材料成本占比高，价格下降推动利润提升

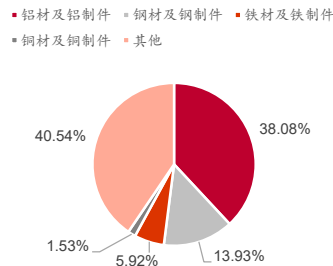
- 原材料成本占比高:公司材料成本占主营业务成本比例长期维持在 80%左右，生产所需原材料主要为铝、钢、铁、铜等原料及对应材质配件，其中铝材及铝制件、钢材及钢制件占原材料及零配件采购比重超 50%。
- 原材料价格下降推动利润提升: 2023 年铝、钢等原材料价格同比大幅下降，有望降低成本，推动利润提升。

图表 45:主营业务成本构成情况



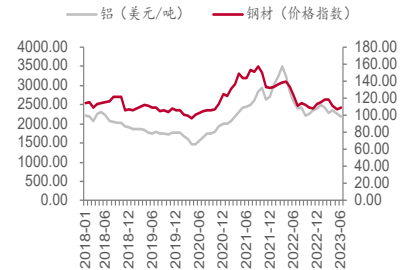
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46:原材料及零配件采购构成情况 (2020)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47:主要原材料价格走势



来源：iFinD，中泰证券研究所

五、盈利预测、估值分析和股价复盘

核心假设

- 商用车及非道路: 22 年受疫情等影响出现下跌，我们认为随着国内经济稳健复苏，重卡行业修复等因素，商用车及非道路业务稳健增长，且公司在商用车新能源领域取得重大突破，超越行业，实现了单车配套价值的提升，预计 23-25 年营收同比+13.7%/+8.7%/+10.0%，分别达到 46.0/50.0/55.0 亿元；近两年商用车及非道路业务毛利率相对平稳，毛利率有望小幅增长，假设 23-25 年毛利率为 23%/24%/25%。
- 乘用车: 随着对乘用车尤其是新能源的布局 and 投入，乘用车业务近年增长势

头明显，营收占比快速提升，21、22 年一直保持超 60% 的高增速，且公司现正逐步开拓新能源乘用车策划热管理领域。我们认为乘用车业务随订单放量，增速仍保持较高水平，但有放缓趋势，预计 23-25 年营收同比 +47.7%/+20.8%/+25.0%，分别达到 53.0/64.0/80.0 亿元；近两年乘用车业务毛利率相对稳定，目前有乘用车已结项项目产能尚未完全释放，随产能爬坡，规模化效应逐渐明显，根据行业整体发展情况预计未来有望提升至 20% 以上，假设 23-25 年毛利率为 17%/20%/20%。

- 工业及民用：从 2020 年起公司建立工业/民用新兴领域业务，提前布局，持续拓展新赛道，公司现正逐步开拓工业及民用换热领域，工业及民用业务处于快速发展阶段，已有部分产品形成量产。目前收入基数小，随在手订单上量，有能力保持大幅增长，预计 23-25 年营收同比 +57.8%/+75%/+92.9%，分别达到 8.0/14.0/27.0 亿元；23 年毛利率与 22 年持平，后续放量根据规模效应毛利率有望小幅增长，假设 23-25 年毛利率为 28%/30%/30%。

盈利预测：23-25 年归母净利润 6.14/8.45/11.64 亿元

- 我们预计 23-25 年公司营收分别为 110.39/131.39/165.39 亿元，同比增速分别 +30.19%/+19.02%/+25.88%；实现归母净利润 6.14/8.45/11.64 亿元，同比增速分别 +60.31%/+37.62%/+37.75%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 48: 业务拆分及盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
整体营业收入 (亿元)	63.24	78.16	84.80	110.39	131.39	165.39
yoy (%)	14.55%	23.60%	8.48%	30.19%	19.02%	25.88%
毛利率 (%)	23.92%	20.37%	19.84%	20.70%	22.85%	23.50%
毛利润 (亿元)	15.13	15.92	16.82	22.85	30.02	38.87
归母净利润 (亿元)	3.22	2.20	3.83	6.14	8.45	11.64
yoy (%)	1.23%	-31.47%	73.92%	60.31%	37.62%	37.75%
商用车及非道路						
营业收入 (亿元)	45.4	50.4	40.4	46.0	50.0	55.0
yoy (%)	15.65%	11.1%	-19.7%	13.7%	8.7%	10.0%
毛利率 (%)	25.1%	21.8%	22.3%	23.0%	24.0%	25.0%
乘用车						
营业收入 (亿元)	13.6	22.4	35.9	53.0	64.0	80.0
yoy (%)	7.20%	64.7%	60.5%	47.7%	20.8%	25.0%
毛利率 (%)	17.4%	13.8%	14.9%	17.0%	20.0%	20.0%
工业及民用						
营业收入 (亿元)		3.2	5.1	8.0	14.0	27.0
yoy (%)			58.3%	57.8%	75.0%	92.9%
毛利率 (%)			27.9%	28.0%	30.0%	30.0%

来源：Wind，中泰证券研究所测算

估值分析：可比公司

- 选取同类型公司进行对比，包括拓普集团和三花智控，二者的主要业务与银轮股份高度相似，均为汽车零部件业务，包括主要广泛应用于传统燃油车和新能源车的各种阀类、泵类以及热管理组件等，2023-2025 年平均 PE 分别为 24.83/19.00/14.87x，公司对应 PE 分别为 19.30/14.02/10.18x，相对低估。

图表 49: 可比公司估值对比

简称	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
拓普集团	601689.SH	548.71	22.25	30.76	41.30	1.91	2.65	3.55	24.66	17.84	13.29
三花智控	002050.SZ	787.58	31.51	39.08	47.87	0.84	1.05	1.28	24.99	20.15	16.45
平均值									24.83	19.00	14.87
银轮股份	002126.SZ	118.54	6.14	8.45	11.64	0.76	1.05	1.45	19.30	14.02	10.18

来源：iFinD，中泰证券研究所预测（注：对应日期为 2024/2/3，除公司外其余公司采用 iFinD 一致预测）

股价复盘：长期跑赢汽车零部件指数

- 公司长期跑赢汽车零部件指数，2022 年 7 月以来涨幅明显，主要受益于：
 - 1) 盈利拐点明确：净利率和毛利率分别于 2021 年和 2022 年达到阶段最低点，分别是 3.38% 和 19.84%，2023H1 已显著改善，分别为 6.15% 和 20.55%。
 - 2) 商用车业务复苏：2022 年商用车销量达到历史低点，在 2023/2024 年将迎来复苏，带动公司商用车业务增长。
 - 3) 新能源与工业用/民用业务开始放量：新能源业务收入 CAGR₂₀₋₂₂=144.17%，工业用/民用业务收入 CAGR₂₀₋₂₂= 55.01%，预计未来将继续保持高速增长，收入端贡献持续提升。

图表 50: 公司股价复盘 (绝对估值)



来源：iFinD，中泰证券研究所

股价复盘：估值中枢基本稳定 20-30X

- 2018 年至 2019 年，公司估值中枢基本在 20X 附近，2020 年以来跟随新能源车板块行情估值中枢上升至 30X 附近（公司自身盈利能力未明显恢复），伴随公司业务曲线拓张叠加盈利预期改善，估值中枢基本在 20-30X 波动。

图表 51: 银轮股份市盈率 (TTM) 走势



来源: iFinD, 中泰证券研究所

六、风险提示

- **原材料价格波动风险:** 公司主要原材料包括铝、钢、铁、铜等金属, 材料成本占主营业务成本的比例较高。原材料价格的波动将会直接影响公司的生产成本、盈利水平和经营业绩;
- **汇率波动风险:** 公司部分产品销往美国、欧洲等国家和地区, 采用美元、欧元为计价结算货币。人民币汇率的波动可能对公司的国际竞争力和经营业绩造成一定影响;
- **项目进度不及预期:** 公司在国内外开展的项目进度可能不及预期。
- **行业规模测算偏差风险:** 报告中的行业规模测算是基于一定的假设前提, 可能出现测算不完全一致情况, 存在不及预期风险。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险。**

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	972	3,312	3,942	4,962	营业收入	8,480	11,039	13,139	16,539
应收票据	315	0	0	0	营业成本	6,798	8,754	10,137	12,652
应收账款	3,252	4,145	4,828	6,028	税金及附加	42	66	79	99
预付账款	52	131	152	190	销售费用	279	243	394	496
存货	1,863	1,979	2,311	2,955	管理费用	472	596	736	926
合同资产	87	93	139	170	研发费用	386	508	631	794
其他流动资产	1,549	1,807	2,078	2,474	财务费用	30	85	90	95
流动资产合计	8,003	11,375	13,311	16,609	信用减值损失	-56	-56	-56	-56
其他长期投资	76	76	76	76	资产减值损失	-36	-36	-36	-36
长期股权投资	394	394	394	394	公允价值变动收益	3	3	5	3
固定资产	2,756	2,805	2,907	3,056	投资收益	22	22	23	23
在建工程	756	856	856	756	其他收益	58	58	60	60
无形资产	767	826	904	1,022	营业利润	486	777	1,068	1,470
其他非流动资产	772	444	447	449	营业外收入	7	7	7	7
非流动资产合计	5,521	5,401	5,583	5,753	营业外支出	10	10	10	10
资产合计	13,524	16,775	18,895	22,362	利润总额	483	774	1,065	1,467
短期借款	1,555	4,461	4,691	5,243	所得税	34	78	107	147
应付票据	2,060	2,206	2,728	3,472	净利润	449	696	958	1,320

应付账款	2,641	2,626	3,072	3,872
预收款项	0	17	5	8
合同负债	34	199	237	298
其他应付款	51	51	51	51
一年内到期的非流动负债	291	291	291	291
其他流动负债	512	612	706	849
流动负债合计	7,143	10,463	11,781	14,084
长期借款	214	216	218	220
应付债券	608	0	0	0
其他非流动负债	325	269	269	269
非流动负债合计	1,147	485	487	489
负债合计	8,291	10,948	12,268	14,573
归属母公司所有者权益	4,680	5,192	5,879	6,885
少数股东权益	553	635	748	904
所有者权益合计	5,233	5,827	6,627	7,789
负债和股东权益	13,524	16,775	18,895	22,362

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	557	638	1,256	1,339
现金收益	859	1,225	1,504	1,893
存货影响	-381	-116	-332	-644
经营性应收影响	-277	-622	-668	-1,201
经营性应付影响	696	149	955	1,547
其他影响	-340	2	-203	-255
投资活动现金流	-792	-298	-610	-620
资本支出	-1,184	-651	-636	-644
股权投资	46	0	0	0
其他长期资产变化	346	353	26	24
融资活动现金流	242	2,000	-16	301
借款增加	279	2,300	232	555
股利及利息支付	-153	-594	-669	-955
股东融资	41	0	0	0
其他影响	75	294	421	701

少数股东损益	66	82	113	156
归属母公司净利润	383	614	845	1,164
NOPLAT	477	773	1,039	1,406
EPS (按最新股本摊薄)	0.48	0.76	1.05	1.45

主要财务比率

会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	8.5%	30.2%	19.0%	25.9%
EBIT 增长率	39.6%	67.4%	34.5%	35.3%
归母公司净利润增长率	73.9%	60.3%	37.6%	37.8%
获利能力				
毛利率	19.8%	20.7%	22.8%	23.5%
净利率	5.3%	6.3%	7.3%	8.0%
ROE	7.3%	10.5%	12.8%	15.0%
ROIC	8.0%	8.9%	10.8%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	61.3%	65.3%	64.9%	65.2%
债务权益比	57.2%	89.9%	82.5%	77.3%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	120	121	123	118
应付账款周转天数	131	108	101	99
存货周转天数	89	79	76	75
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.76	1.05	1.45
每股经营现金流	0.69	0.79	1.56	1.67
每股净资产	5.82	6.46	7.31	8.56
估值比率				
P/E	31	19	14	10
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	4	2	2	2

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。